

Grandes entreprises

LE JUSTE CASH

En réponse à la crise de liquidité bancaire récurrente de ces dernières années, les grandes entreprises industrielles ont accru leurs réserves de liquidité, tant par mesure de précaution que parce que l'arbitrage positif entre les emprunts à court terme des grandes entreprises et le remplacement des liquidités sur du risque bancaire de « bonne qualité » permettait de générer une rentabilité immédiate. La contraction de ce spread a remis l'accent sur la nécessité de dimensionner la liquidité de l'entreprise avec les besoins réels et justifiés.

La stratégie de surdimensionnement des réserves de trésorerie pour limiter le risque de liquidité est-elle adaptée et suffisante?

La stratégie du surdimensionnement de la trésorerie, confortable et bénéfique en termes d'affichage vis-à-vis des investisseurs et des analystes financiers peut avoir plusieurs conséquences négatives :

- un problème de coût, dans les cas où les réserves de trésorerie sont mal rémunérées par rapport au coût du financement (réduction voire inversion de l'arbitrage crédit mais aussi ressources longues à taux fixe réemployées durablement à taux variable dans un contexte de courbe des taux pentue) ;
- des incitations pour les opérateurs à augmenter le risque de crédit lors du réinvestissement de la trésorerie ;
- une appréciation insuffisante du risque de liquidité réel créé par l'illusion de la sécurité, celui-ci étant en réalité multiforme et complexe à appréhender.

D'autant que des éléments nouveaux ont amplifié les risques de liquidité pour les grandes entreprises :

- l'évolution de la réglementation bancaire, qui renchérit le coût de la liquidité des banques, et entraîne un renchérissement parallèle des lignes de crédit bancaires accordées aux entreprises ;
- la plus grande variabilité des conditions de financement sur les marchés obligataires pour tous les acteurs et le risque de fermeture de certains marchés de financement ;
- l'accumulation progressive de produits dérivés collatéralisés associés aux financements : les appels de marges, liés à la variation de la valeur de marché de ces produits dérivés, provoquent une plus grande instabilité du besoin de trésorerie dans un contexte où les taux d'intérêts et les taux de change varient fortement ;
- l'apparition de changements brutaux de paradigme sur la qualité des actifs dits « liquides » censés constituer les réserves de liquidité (exemples historiques : fonds monétaires dynamiques, obligations souveraines, etc...).

Mettre en place un cadre de gestion du risque de liquidité prospectif et dynamique

L'objectif est de piloter le niveau cible de trésorerie en fonction des besoins de liquidité réels, en prenant en compte des difficultés éventuelles d'accès au refinancement. Le calcul à chaque instant des réserves de liquidité disponibles n'est ainsi pas un indicateur suffisant. Il faut au contraire mettre en place une analyse prospective du risque de liquidité (actif et passif) sur un horizon suffisamment long, ainsi que mettre en place des procédures et des systèmes d'alertes lisibles et clairs.

L'analyse de cette trésorerie prévisionnelle permettra d'identifier en amont les dates auxquelles les réserves de trésorerie pourraient se révéler insuffisantes en cas de difficulté d'accès au financement, et de mettre en place les actions correctrices progressives au fur et à mesure qu'il n'est pas remédié au dépassement des indicateurs d'alerte. Une analyse de scénario central devra être complétée par la prise en compte d'un scénario de stress, notamment sur la liquidité et la valeur des actifs.

Institutions financières

LA GESTION ALM : AU CŒUR DES RISQUES

La gestion actif-passif des banques est souvent effectuée sur la base de trois indicateurs :

- **Le gap de taux** : graphique représentant pour chaque maturité l'excédent / déficit d'actif à taux fixe par rapport au passif à taux fixe (après couvertures) ;
- **Le gap de liquidité** : graphique représentant pour chaque maturité l'excédent / déficit d'actif par rapport aux passifs ;
- **La marge nette d'intérêt** : calcul prospectif sur les années à venir de la différence de rendement entre les emplois et les ressources, effectué sur la base d'une hypothèse centrale sur l'évolution des taux variables, et parfois sous hypothèse stressée.

Au-delà des indicateurs utilisés, il arrive que des délais conséquents puissent exister entre l'évolution des facteurs de risque et le moment où ces modifications sont prises en compte dans les indicateurs ci-dessus.

En un mot, les indicateurs utilisés sont-ils suffisants pour gérer le comportement du bilan et du compte de résultat ?

Un tel cadre d'analyse simplifié a quelques avantages et de nombreux inconvénients.

Avantages :

- **Simplicité** : Tout opérateur est en mesure de comprendre ce qu'est un passif ou un actif à taux fixe, ou de déterminer la maturité d'un actif ou d'un passif, et donc de calculer les indicateurs.
- **Communicabilité** : Il est aisé de communiquer qu'il existe un « déficit d'actif à taux fixe à 5 ans », etc.

Inconvénients :

- La traduction en terme de risque de taux supporté, en euro par point de base, est indirecte et donc peu lisible. Des gaps relativement faibles, à peine lisibles sur un graphique, peuvent représenter des risques significatifs s'ils sont constatés sur le très long terme. Il en va de même de la lisibilité des risques de déformation de la courbe des taux.
- Les stress tests réalisés sont souvent limités et ne couvrent pas un spectre suffisamment large.
- Les calculs sont le plus souvent réalisés sur la base de lois d'écoulement simplifiées sur les différents postes du bilan, sans stress sur ces hypothèses.
- Si les swaps sont pris en compte (sans impact du risque de contrepartie), il n'est pas rare que les seules options prises en compte soient celles qui sont déjà dans la monnaie.
- La vision du risque de liquidité est statique et prend mal en compte la déformation des différents appels de liquidité.
- Des délais longs dans la remontée des informations peuvent générer de l'inconfort dans la prise de décision.

Améliorer les outils, affiner les mesures de risques

Les services de gestion actif-passif sont en charge de décisions stratégiques pour la banque, comme sur ou sous couvrir le risque de taux, choisir les indices de variabilisation, gérer l'exposition de la banque à la courbe des taux, piloter le risque de liquidité, piloter la Marge Nette d'intérêts, etc... Ils gèrent en réalité l'exposition nette de la banque aux marchés, souvent avec des marges de manœuvre significatives.

Ne faut-il pas qu'ils disposent d'outils et d'indicateurs de risque et de sensibilité plus fins et adaptés à la diversité des risques qui peuvent affecter les bilans et les comptes de résultat bancaires ?

Raisonnement en sensibilité par maturité, en risque de spread, en delta pour les positions optionnelles, raffiner les lois de comportement de l'actif et du passif et valoriser les incertitudes, raccourcir les délais de prise en compte des informations nouvelles sont des avancées importantes qui permettent de mieux mesurer les risques et donc de les prévenir.

Avec la multiplication des chocs de marché ces dernières années, les enjeux de la gestion ALM ont été démultipliés. Une approche quantitative des risques couplant les techniques traditionnelles des ALM de banque et les outils d'analyse d'une salle des marchés (approche en valeur présente, approche en delta par maturité et par indice, approche probabilisée pour les options ...) sont des chantiers stratégiques.

Contacts :

Elsa Sitruk, Directrice Générale
Tel : 01 70 60 72 33
elsa.sitruk@esterfinance.com

Stéphane Kourganoff, Président
Tel : 01 70 60 72 32
stephane.kourganoff@esterfinance.com

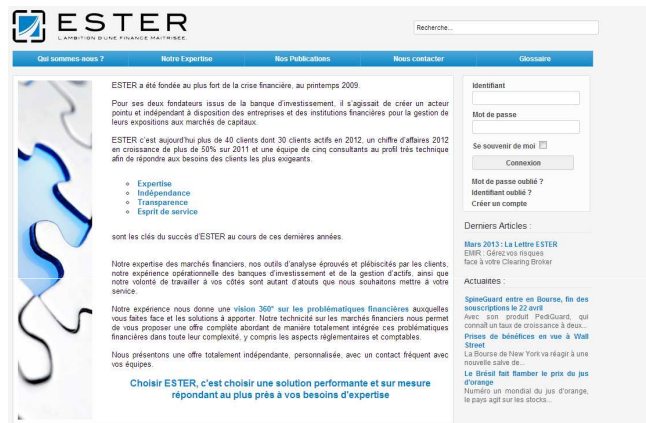
Olivier Kachkach, Directeur Commercial
Tel : 01 70 60 73 03
olivier.kachkach@esterfinance.com

Julien Martin, Consultant
Tel : 01 70 60 73 02
julien.martin@esterfinance.com

Jérôme Meyrignac, Consultant
Tel : 01 70 60 73 04
jerome.meyrignac@esterfinance.com

Site Internet : www.esterfinance.com

Lettre d'information : La Lettre ESTER



Rédigée le 12 avril 2013

Avertissement

La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission. ESTER est Conseiller en Investissements Financiers enregistré sous le numéro D 009309, membre de la CNCIF, association agréée par l'AMF